



v.11, n.1

Vitória-ES, Jan.- Mar. 2014

p. 1 - 25

ISSN 1807-734X

DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2014.11.1.1>

Fatores condicionantes da liquidez das ações: efeitos dos níveis de governança, ADR e crise econômica

Ricardo Luiz Menezes da Silva[†]

Universidade de São Paulo - USP

Paula Carolina Ciampaglia Nardi^Ω

Universidade de São Paulo - USP

Vinicius Aversari Martins[¥]

Universidade de São Paulo - USP

Milton Barossi-Filho[‡]

Universidade de São Paulo - USP

RESUMO

Níveis de governança da BM&FBOVESPA podem ser vistos como forma de alinhar os interesses entre agente e principal. Um dos benefícios anunciados pela adesão aos níveis é o aumento da liquidez de ações. O estudo focou nas companhias abertas da BM&FBOVESPA por meio da análise em painel com correção Huber-White. As hipóteses preveem uma relação positiva entre adoção aos níveis e liquidez, e que, quanto maior o nível de governança, maior o efeito na liquidez. Os resultados indicam que no período pré-crise de 2008 as empresas listadas nos níveis de governança possuem maior liquidez. Esse resultado é estendido somente às empresas do Nível 1 e Novo Mercado, analisadas individualmente. Ao investigar o período 2000-2009, a hipótese não pôde ser comprovada, possivelmente devido aos efeitos da crise. Para empresas do Nível 2, não se observou maior liquidez nos períodos estudados. Adicionalmente, observou-se que empresas com ADRs possuem maior liquidez em relação àquelas dos níveis de governança, independente dos efeitos da crise.

Palavras-Chave: Liquidez de ações. Governança corporativa. Crise Financeira de 2008.

Recebido em 25/01/2012; revisado em 23/06/2012; aceito em 03/07/2012; divulgado em 06/03/2014

***Autor para correspondência:**

[†]. Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo.
Vínculo: Professor da Universidade de São Paulo.
Endereço: Av. Bandeirantes, no. 3900. Monte Alegre, Ribeirão Preto – SP - Brasil.
E-mail: rlmilva@terra.com.br
Telefone: (16) 3602-3886

^Ω Mestre pela Universidade de São Paulo.
Vínculo: Doutoranda em Administração das Organizações, FEARP-USP.
Endereço: Rua: Abrahão Isa Halack, 2145, Ribeirania, Ribeirão Preto – SP - Brasil.
E-mail: paulacc.nardi@gmail.com
Telefone: (16) 9.9797-3316

[¥]Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo.
Vínculo: Professor da Universidade de São Paulo.
Endereço: Av. Bandeirantes, no. 3900. Monte Alegre, Ribeirão Preto – SP - Brasil.
E-mail: vinicius@usp.br
Telefone: (16) 3602-3943

[‡]Livre Docente em Economia pela Universidade de São Paulo.
Vínculo: Professor da Universidade de São Paulo.
Endereço: Rua: Tutoia, 839/21, São Paulo – SP - Brasil.
E-mail: mbarossi@usp.br
Telefone: (16) 3602-4477, (11) 9.8562-8818

Nota do Editor: Esse artigo foi aceito por Bruno Funchal.



Este trabalho foi licenciado com uma Licença [Creative Commons - Atribuição 3.0 Não Adaptada](https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/).

1 INTRODUÇÃO

Boas práticas de governança corporativa são uma preocupação relevante para países emergentes e desenvolvidos. No Brasil, a importância de adotar padrões de governança aumentou com a necessidade de obter recursos em moeda estrangeira a custos competitivos. Para tanto, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) criou os níveis diferenciados de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Tais níveis são destinados à negociação de ações de empresas que se comprometem, voluntariamente, a adotar práticas de governança adicionais, em relação ao exigido pela legislação. Nesse sentido, as práticas de governança devem conceder direitos e garantias aos *shareholders* com objetivo de reduzir a assimetria de informação e conflito de agência entre acionistas não controladores e controladores, que possuem grande influência sobre os gestores (LA PORTA et al., 2000). Assim, os investidores com mais informações sobre as empresas estariam mais dispostos a investir, o que implica maior confiança e demanda por títulos das empresas presentes nos níveis de governança, causando aumento na liquidez das ações das mesmas. Essa relação entre governança e liquidez das ações é corroborada com as ideias de Schadewitz e Blevins (1998, p. 44), os quais afirmaram que os “investidores racionais, percebendo os potenciais riscos, evitam assumir posição acionária em companhias cuja quantidade e qualidade de abertura de informações é consistentemente abaixo das expectativas”. Assim sendo, o aumento da liquidez das ações pode gerar benefícios, como redução do custo de capital, conforme apontam Amihud e Mendelson (1986 e 2000), os quais verificaram empiricamente que o aumento no nível de liquidez das ações pode reduzir o custo de capital.

Por outro lado, a falta ou a fraca governança pode resultar em uso de informações privilegiadas, manipulação de resultados, ensejando problemas de conflito de interesses, como os ocorridos com a *Enron*, *Tyco*, *Worldcom* e *ImClone*. Nesse cenário de escândalos, a qualidade da evidenciação das empresas passou a ganhar importância, vide criação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX). Deste modo, a adoção das práticas de governança é fortemente relacionada com o grau de evidenciação ou *disclosure* e, diante disso, espera-se que a evidenciação seja fator crítico de sucesso para companhias abertas, pois se supõe que, investidores tenham maior interesse por este aspecto, principalmente, após os casos de fraude.

A demanda por informação no mercado pode sofrer impacto de questões culturais de um país, como sistema legal (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1998). Dentro

desse aspecto, o Brasil é classificado como país de origem legal *code law*, cujas características seriam as de oferecer baixa proteção aos investidores e apresentar um mercado de capitais pouco desenvolvido (LA PORTA et al., 1997), cabendo ressaltar que em um cenário de baixa proteção é esperado que o mercado não se desenvolva (BUSHMAN; SMITH, 2001). Apesar da expectativa apresentada em Bushman e Smith (2001) para os países *code law*, espera-se que o oferecimento de um segmento de negociação com regras mais rigorosas, visando aumentar a proteção aos investidores, possa proporcionar um prêmio de liquidez. Tanto é que a BM&FBOVESPA e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) afirmamⁱ que empresas listadas nos níveis de governança apresentam diferenciais, como: melhora da imagem institucional, maior demanda e valorização das ações, menor custo de capital e maior grau de proteção aos acionistas não majoritários. Para o mercado acionário como um todo, essas instituições afirmam haver um aumento na liquidez e na emissão de ações. Essas afirmações são verificáveis empiricamente e justificam estudos aplicados com o objetivo de constatar esses benefícios.

Diante desta exposição, alguns estudos procuraram identificar relações entre as práticas de governança e os benefícios auferidos por elas. Um exemplo é o trabalho técnico da KPMG (2009), que explorou por meio de um *check-list* as diferenças de algumas práticas de governança entre empresas listadas nos níveis da BM&FBOVESPA e empresas com ADRs, evidenciando um maior atendimento dos itens pesquisados por parte daquelas com ADRs. Com base nesse contexto, surge o interesse em contribuir para as pesquisas na área questionando: **qual a relação entre a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA e a liquidez das ações?**

Deste modo, o objetivo geral consiste em analisar a relação entre a listagem das empresas nos níveis de governança da BM&FBOVESPA e a liquidezⁱⁱ das suas ações. Como objetivos específicos tem-se: i) verificar a associação entre liquidez de ações e adesão ao Nível 1; ii) verificar a associação entre liquidez de ações e adesão ao Nível 2; iii) verificar a associação entre liquidez de ações e adesão ao Novo Mercado; e iv) uma vez confirmada a existência de relação entre a adesão aos níveis de governança e liquidez de ações, pretende-se verificar se essa relação é diferente entre os três níveis, ou seja, se quanto maior o grau de exigências para listagem, maior o benefício em termos de liquidez de ações.

Cabe ressaltar que, embora o foco deste trabalho seja o estudo da relação entre liquidez e governança, considerações adicionais são feitas a partir das empresas que emitem *American Depositary Receipt* (ADR) em função de adotarem rigorosos padrões e níveis de *disclosure*

exigidos pela *Securities and Exchange Commission* (SEC). Para tanto, o estudo da relação entre governança e liquidez das ações foi realizado por meio de regressão de dados em painel em duas análises: diferenciando os níveis de governança (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado) e sem diferenciação. Para o período de 2000-2007, os resultados dos testes indicam aumento de liquidez de ações para as empresas analisadas em conjunto, e na análise individual para apenas as empresas do Nível 1 e Novo Mercado. Porém, quando analisado o período de 2000-2009, com os anos impactados pela Crise Financeira de 2008, não se observaram os benefícios de liquidez de ações para tais empresas. Ressalta-se que as companhias com emissão de ADR apresentaram maior nível de liquidez de ações em relação às empresas presentes nos níveis de governança antes e durante a crise. Esses resultados contribuem para a literatura na medida em que permitem comparar o efeito da governança na liquidez das ações em período antecedente e durante a crise, com o propósito de investigar se as empresas listadas nos níveis de governança têm alteração no nível de liquidez. Esta análise foi realizada tomando por base interações entre os níveis de governança e crise.

Autores como Carvalho (2003), Martins, Silva e Nardi (2006), Camargos e Barbosa (2006), Chaves e Silva (2006) encontraram uma relação positiva entre níveis de governança e liquidez de ações, e o método usado foi, preponderantemente, estudo de evento, com um número restrito de empresas nos níveis considerando o período de estudo. Neste sentido, cabe destacar que a principal contribuição deste trabalho está na análise individual e conjunta dos níveis de governança e liquidez, por meio de regressão de dados em painel no período 2000-2009. Desta maneira, esta metodologia possibilitou investigar com mais detalhes o efeito da crise financeira de 2008 na relação entre as variáveis citadas no problema de pesquisa. Embora os resultados analisados no período pré-crise tenham atendido parcialmente à expectativa presente na literatura, os resultados pós-crise evidenciaram o contrário, sinalizando que no período de crise os níveis diferenciados de governança não surtiram efeito sobre a liquidez das ações. Tal análise é explorada na seção 4, e, de forma geral, o artigo está organizado da seguinte maneira: i) seção 2 traz a plataforma teórica e pesquisas relacionadas ao tema governança e liquidez de ações; ii) seção 3 aborda os procedimentos metodológicos; iii) seção 4 apresenta a análise dos resultados e; v) seção 5 encerra o artigo com as considerações finais.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 PROBLEMA DE AGÊNCIA E A RELAÇÃO COM GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 5), a relação de agência é definida como “um contrato pelo qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de poder para tomada de decisão pelo agente”. Se ambas as partes procurarem maximizar suas utilidades, pode-se acreditar que o agente não agirá nos melhores interesses do principal, e que o agente tomará decisões que podem expropriar a riqueza do principal. Além disso, as causas do conflito de agência foram definidas por Jensen e Meckling (1994), cuja hipótese estudada é a de que a natureza humana, utilitarista e racional, leva as pessoas a maximizarem uma função utilidade de preferências. Essa hipótese está fundamentada no fato de que o indivíduo tende a ser menos eficaz no cumprimento de objetivos de terceiros do que no cumprimento dos seus. Todavia, deve-se considerar que o problema de agência característico do Brasil é entre o acionista controlador e não controlador, devido à grande concentração de ações com direito a voto (Okimura *et al.*, 2004) e a outros aspectos de governança corporativaⁱⁱⁱ, pois os controladores exercem grande influência sobre os gestores.

Deste modo, de acordo com Shleifer e Vishny (1997, p. 737), a “governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. O termo fornecedor refere-se tanto a credores quanto a acionistas, e estes podem aumentar a aplicação de recursos dependendo do nível de proteção contra a expropriação. La Porta *et al.* (2000, p. 3) complementam a ideia ao afirmar que “governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protege os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)”. Nesse sentido, Silveira (2002, p. 14) destaca que a governança corporativa corresponde ao “conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela diminuição dos problemas de agência, numa situação de separação entre propriedade e controle”.

Assim, pode-se entender que as práticas de governança corporativa tendem a alinhar os interesses entre os acionistas controladores e os não controladores ou, ainda, entre acionistas e gestores. A adesão das empresas aos níveis de governança também pode ser vista como uma solução aos problemas de seleção adversa e risco moral ao passo que as empresas sinalizam ao mercado que estão dispostas a diminuir a assimetria de informações entre os participantes do mercado e transmitir segurança aos investidores.

2.2 OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA criou em dezembro de 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa. A premissa básica da criação desses níveis é o aumento no valor das empresas e da liquidez de suas ações, pois a adesão aos níveis diferenciados tende a oferecer maior grau de segurança aos direitos dos acionistas, maior qualidade e transparência nas informações apresentadas. A respeito dos benefícios da adoção de boas práticas de governança corporativa, Iudícibus e Lopes (2004, p. 182) acrescentam que um bom sistema de governança corporativa trata de algumas questões com o intuito de conciliar os interesses de ambas as partes: agente e principal. Além disso, a adesão das empresas aos níveis de governança corporativa também pode ser vista como uma solução, à medida que sinalizam para o mercado estarem dispostas a diminuir a assimetria de informações entre os participantes do mercado de capitais, e a transmitir maior segurança aos investidores.

Esses níveis possuem algumas características: i) o Nível 1 apresenta regras de adesão, e as empresas devem realizar ofertas públicas de ações, por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; ii) o Nível 2 apresenta, além das regras do Nível 1, outras, tais como: a extensão para todos os acionistas, detentores de ações ordinárias, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para detentores de ações preferenciais (*tag along*), direito de voto às ações preferenciais etc.; iii) por fim, o Novo Mercado, possuidor das mesmas regras que o Nível 2, exige ainda a existência de apenas ações ordinárias na composição do capital social.

Ao analisar comparativamente os três segmentos, pode-se observar um aumento no grau de exigência para listagem, partindo do Nível 1, o menos rigoroso, para o Novo Mercado, o mais exigente em termos de regras para adesão.

Diante do que foi exposto e sabendo que a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA objetiva, por exemplo, uma busca da melhoria na qualidade de evidenciação das informações prestadas, progresso no mercado de capitais, redução da assimetria informacional, então, teoricamente, o cumprimento de regras para adesão aos níveis diferenciados de governança tem, por hipótese, algum efeito sobre a liquidez das ações das empresas. Portanto, justifica-se o interesse em analisar e identificar se a migração para os níveis diferenciados impacta na liquidez das ações dessas empresas. Adicionalmente, torna-se interessante verificar se tal impacto ocorre em intensidades diferentes para os três níveis de governança dado que os segmentos de governança possuem

algumas regras diferentes, principalmente relacionadas aos direitos dos acionistas como observado anteriormente.

2.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E LIQUIDEZ DAS AÇÕES

Alguns estudos encontraram uma relação positiva entre o grau de governança corporativa e liquidez das ações tais como Attig et al. (2006), Kanagaretnam, Lobo e Whalen (2007), Chen et al. (2007), Goh, Ng e Young (2008), Chung, Elder e Kim (2010) e Dumitrescu (2010). No Brasil, Carvalho (2003) encontrou que a adesão aos níveis de governança da BM&FBOVESPA tem impacto positivo na liquidez de ações. Resultados semelhantes foram observados também por Martins, Silva e Nardi (2006), Camargos e Barbosa (2006) e Chaves e Silva (2006). Por outro lado, Aguiar, Corrar e Batistella (2004) não observaram uma mudança no nível de liquidez para as empresas que aderiram ao Nível 1 de governança. Silveira e Barros (2008) investigaram os determinantes de governança das companhias abertas brasileiras e concluíram que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA não parece influenciar o nível de governança das empresas.

Pelo exposto, percebe-se que a relação entre governança corporativa e liquidez de ações não está clara e carece de mais estudos. Portanto, considerando que a adoção aos diferentes níveis de governança corporativa implica práticas que reduzem a assimetria informacional e visa aumentar os direitos dos acionistas, as hipóteses do trabalho são:

H₁: a presença das empresas no Nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA acarreta aumento no nível de liquidez das ações;

H₂: a presença das empresas no Nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA acarreta aumento no nível de liquidez das ações;

H₃: a presença das empresas no Novo Mercado de governança corporativa da BM&FBOVESPA acarreta aumento no nível de liquidez das ações;

H₄: quanto maior o nível de requisitos – divulgação de informação, direitos dos acionistas etc. – que a empresa deve atender para manter suas ações listadas em determinado segmento de negociação, maior será a liquidez de ações.

As hipóteses são justificadas pelo fato de a adesão aos níveis de governança estar associada à concessão de mais direitos aos acionistas e maior transparência por parte das empresas, que significa uma possível redução na assimetria de informação. Como existem

requisitos diferenciados para cada nível de governança corporativa, pressupõe-se que a adoção de cada um deles implique mudanças distintas nos níveis de liquidez das ações.

3 METODOLOGIA

A amostra é composta por todas as empresas de capital aberto com cotações na BM&FBOVESPA, admitindo-se ações ON e PN. Os papéis que nunca tiveram negócio também foram excluídos, restando 521 empresas. A distribuição das empresas de acordo com o segmento de negociação é: 4% para Nível 2; 9% para Nível 1; 19% para Novo Mercado; e 69% para o segmento tradicional.

O período de análise compreende janeiro de 2000 a dezembro de 2009, o qual abrange a Crise Financeira de 2008. Assumindo que a crise tenha causado quebras estruturais no mercado de ações, optou-se por fazer, inicialmente, uma análise com o período 2000-2007 e, posteriormente, com 2000-2009. Este tratamento justifica-se pela possibilidade de a crise ter afetado a liquidez do mercado em 2008 e 2009, o que poderia influenciar a análise da relação entre liquidez de ações e governança corporativa. O período considerado para a crise financeira é de julho de 2008 a maio de 2009. Essa delimitação se justifica pelo comportamento do IBOVESPA, que começou a cair acentuadamente próximo a julho de 2008 e se recuperou em torno de maio de 2009 conforme se observa no gráfico.

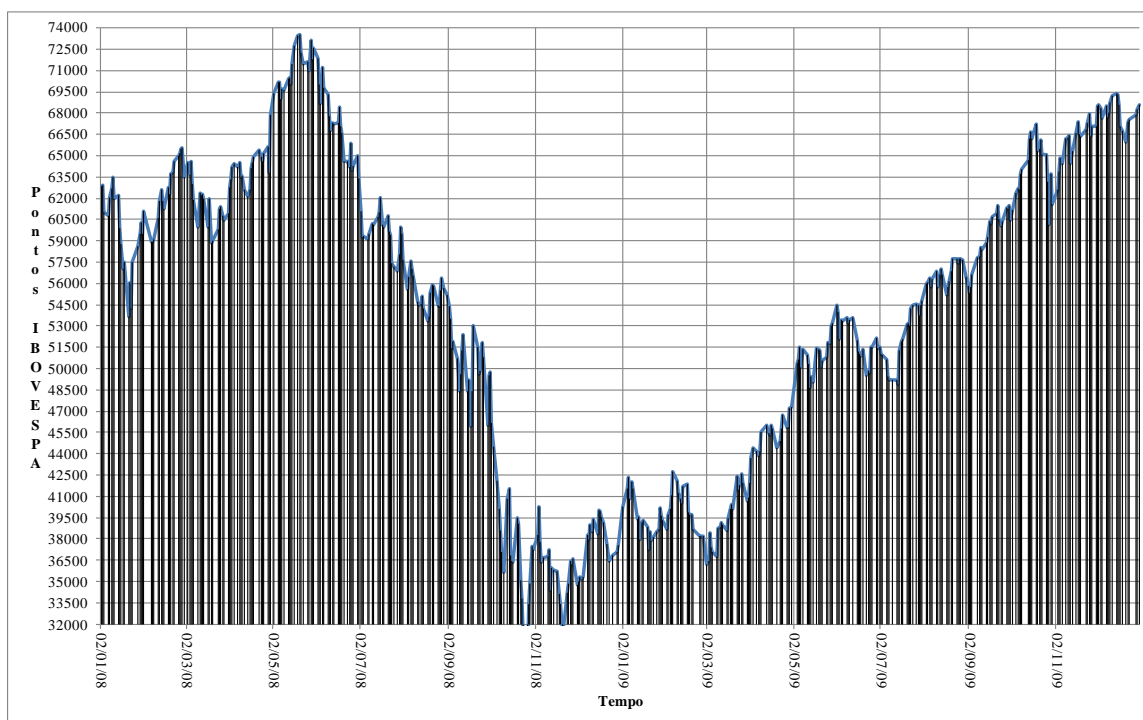


Gráfico 1 – Comportamento do IBOVESPA, período 2008-2009.

Fonte: Elaborado pelos autores

As empresas com emissão de ADR foram observadas no site da *New York Stock Exchange* (NYSE), e as datas de adesão aos níveis de governança foram obtidas no site da BM&FBOVESPA. Porém, grande parte dos dados foi coletada no Economática, inclusive a *proxy* para liquidez das ações (LIQ)^{iv}.

Como o objetivo principal é verificar se a adesão aos Níveis de Governança tem impacto diferenciado na liquidez de ações, foram criadas quatro *dummies* para captar esse efeito: uma para Nível 1 (N1), outra para Nível 2 (N2), mais uma para Novo Mercado (NM) e a última sem distinção dos níveis (GC). Nas quatro *dummies* é atribuído o valor 1 (um) para a empresa objeto de análise e 0 (zero), em caso contrário. A descrição das variáveis de controle encontra-se a seguir.

(i) Variável *dummy* para empresas que possuem ADR, as quais devem atender aos critérios de obtenção e manutenção do registro de ADR na SEC e no regulamento de listagem da NYSE que são, em tese, mais exigentes do que os critérios admitidos pela BM&FBOVESPA. Lima et al. (2011) observaram que as empresas que possuem ADR apresentam *bid-ask spread*^v menor em relação às demais empresas. Espera-se, então, encontrar evidências de uma relação positiva entre a *dummy* de ADR e liquidez de ações.

(ii) Foi incluída uma *dummy* para as empresas dos principais setores regulados (REG), entre eles as empresas dos setores de Telecomunicações, Energia Elétrica, Seguros, além das empresas do setor financeiro. É razoável afirmar que “a regulamentação pode distorcer a capacidade informacional da contabilidade” pelo fato de interferir no processo de elaboração e divulgação das informações contábeis (SARLO NETO; LOPES; LOSS, 2002, p. 3).

(iii) Para controlar o efeito-tamanho, foi utilizado o logaritmo do ativo total (TAM) (CHUNG; ELDER; KIM, 2010, p. 272).

(iv) Utilizou-se o financiamento (FIN), definido pelo logaritmo da relação entre exigível total e patrimônio líquido. Segundo Chen et al. (2007), essa variável tem relação negativa com qualidade de *disclosure*. Assumindo que menor assimetria de informações proporciona redução no risco de seleção adversa, os investidores tendem a procurar ações com menor assimetria informacional, impactando positivamente a liquidez dessas ações, mantendo tudo o mais constante. Portanto, espera-se uma relação negativa entre FIN e liquidez de ações.

(v) A variável lucro líquido sobre o ativo total (ROA) foi calculada com o intuito de representar desempenho econômico das empresas. Segundo Chen et al. (2007), há relação positiva entre rentabilidade e *disclosure*.

(vi) Volatilidade: é o desvio-padrão da variável de desempenho (VROA). A volatilidade é conhecida, também, como medida de risco. Admitindo que a variável de desempenho seja *proxy* para o desempenho econômico das empresas, quanto maior a volatilidade dos indicadores de desempenho, maior o risco. Portanto, espera-se uma relação negativa entre essas variáveis e liquidez das ações.

(vii) Variável temporal (TEMP): foi calculada a média do logaritmo do ativo de cada ano para as empresas. O objetivo é capturar a evolução do ativo dessas empresas ao longo do período, bem como comportamentos cíclicos dos mesmos e seu reflexo na liquidez.

(viii) Variável *dummy* para identificar o evento PL negativo (PLNEG). Essa *dummy* tem valor 1 (um) quando o PL é negativo e 0 (zero) caso contrário recebe 0 (zero).

O modelo empírico adotado para verificar o comportamento da liquidez de ações ao longo do tempo é:

$$LIQ_{it} = \alpha_i + \beta_1 R_{it} + \beta_2 ADR_{it} + \beta_3 REG_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 FIN_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 VROA_{it} + \beta_8 TEMP_{it} + \beta_9 PLNEG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que R_{it} representa as variáveis categóricas de governança descritas anteriormente: N1, N2, NM ou GC. Por exemplo, na seção 4.2, o modelo 1 (um) contém apenas GC, enquanto o modelo 2 (dois) contém as variáveis N1, N2 e NM.

O uso do método de dados em painel é justificado pelo interesse em observar o efeito das variáveis de governança na liquidez de janeiro de 2000 a dezembro de 2009 e não em determinado ano, o que poderia ser feito em modelo de regressão em corte transversal. Segundo Wooldridge (2006, p. 416), a razão fundamental para se optar pela metodologia de dados em painel é levar em conta que o efeito não observado está correlacionado com as variáveis explicativas. Para realização dos testes foi utilizado o STATA versão 9.2.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Com o objetivo de compreender o comportamento de LIQ, TAM, FIN e ROA durante o período de análise, calculou-se média, desvio-padrão e mediana.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis LIQ, TAM, FIN e ROA

Trimestres	Média				Desvio-Padrão				Mediana			
	LIQ	TAM	FIN	ROA	LIQ	TAM	FIN	ROA	LIQ	TAM	FIN	ROA
1º trim 2000	0,1448	5,80	1,25	0,00	0,56	0,79	7,38	0,07	0,0007165	5,77	0,28	0,0063
2º trim 2000	0,1585	5,79	2,18	0,00	0,64	0,82	20,95	0,17	0,0006549	5,80	0,27	0,0119
3º trim 2000	0,1733	5,85	2,99	-0,01	0,70	0,80	30,01	0,29	0,0015222	5,88	0,31	0,0155
4º trim 2000	0,1831	5,94	1,58	-0,01	0,75	0,83	8,55	0,29	0,0006368	5,98	0,52	0,0191
1º trim 2001	0,1807	5,87	-0,55	-0,01	0,72	0,83	18,18	0,11	0,0007446	5,88	0,35	0,0023
2º trim 2001	0,1856	5,89	1,22	-0,02	0,76	0,84	13,56	0,20	0,0005463	5,90	0,35	0,0071
3º trim 2001	0,1903	5,89	1,17	-0,03	0,82	0,87	4,60	0,38	0,0005136	5,91	0,40	0,0105
4º trim 2001	0,1886	5,96	1,41	-0,07	0,82	0,88	7,24	1,11	0,0005987	6,02	0,59	0,0166
1º trim 2002	0,1911	5,91	1,22	-0,01	0,81	0,88	7,20	0,06	0,0004023	5,89	0,40	0,0036
2º trim 2002	0,1902	5,91	2,07	-0,04	0,79	0,88	17,60	0,32	0,0004231	5,92	0,41	0,0020
3º trim 2002	0,1966	5,96	2,05	-0,09	0,83	0,88	10,00	0,84	0,0002735	6,00	0,48	0,0018
4º trim 2002	0,1994	6,04	4,60	-0,06	0,83	0,87	42,65	0,65	0,0003598	6,08	0,59	0,0087
1º trim 2003	0,2074	6,01	1,92	-0,07	0,86	0,90	8,37	1,07	0,0003778	6,05	0,47	0,0089
2º trim 2003	0,2003	5,97	2,05	-0,08	0,83	0,91	11,72	1,47	0,0004266	6,00	0,51	0,0138
3º trim 2003	0,1892	5,96	2,78	-0,10	0,78	0,89	22,21	1,83	0,0003595	5,97	0,44	0,0255
4º trim 2003	0,1878	5,99	0,73	-0,22	0,70	0,89	6,89	2,95	0,0003470	6,05	0,49	0,0301
1º trim 2004	0,1989	6,02	0,77	-0,02	0,73	0,89	7,55	0,30	0,0003802	6,06	0,38	0,0074
2º trim 2004	0,1986	6,04	1,41	0,01	0,76	0,88	11,86	0,10	0,0003969	6,08	0,45	0,0176
3º trim 2004	0,1940	6,01	0,73	-0,04	0,71	0,90	4,97	0,73	0,0004676	6,05	0,42	0,0302
4º trim 2004	0,1838	6,00	2,64	0,74	0,67	0,94	29,24	17,10	0,0003782	6,07	0,46	0,0368
1º trim 2005	0,1947	6,00	0,62	-0,02	0,72	0,91	6,43	0,27	0,0005229	6,04	0,38	0,0081
2º trim 2005	0,1963	6,00	0,81	-0,04	0,73	0,91	27,44	0,54	0,0003033	6,05	0,35	0,0171
3º trim 2005	0,2035	6,05	0,41	-0,02	0,75	0,90	3,08	0,48	0,0003926	6,10	0,31	0,0291
4º trim 2005	0,2071	6,10	0,72	-0,03	0,75	0,90	1,53	0,45	0,0006093	6,19	0,40	0,0326
1º trim 2006	0,2077	6,04	1,31	-0,01	0,76	0,93	9,86	0,11	0,0007334	6,06	0,33	0,0078
2º trim 2006	0,2144	6,09	0,68	-0,03	0,77	0,89	1,95	0,27	0,0006168	6,09	0,37	0,0161
3º trim 2006	0,2197	6,05	1,18	-0,03	0,80	0,93	7,33	0,38	0,0007074	6,04	0,36	0,0236
4º trim 2006	0,2108	6,09	1,14	-0,04	0,73	0,94	6,06	0,67	0,0014529	6,16	0,44	0,0293
1º trim 2007	0,1981	6,04	2,31	-0,02	0,76	0,93	27,39	0,27	0,0027728	6,05	0,32	0,0105
2º trim 2007	0,1821	6,04	0,08	-0,04	0,65	0,92	7,29	0,56	0,0039184	6,06	0,32	0,0193
3º trim 2007	0,1743	6,06	1,61	-0,08	0,66	0,94	17,08	1,08	0,0042501	6,09	0,32	0,0266
4º trim 2007	0,1698	6,15	0,40	-0,07	0,74	0,89	2,74	1,14	0,0039427	6,15	0,36	0,0331
1º trim 2008	0,1735	6,08	0,48	-0,02	0,79	0,91	1,86	0,25	0,0026460	6,08	0,42	0,0084
2º trim 2008	0,1742	6,11	0,85	-0,02	0,84	0,91	2,82	0,28	0,0031401	6,10	0,40	0,0102
3º trim 2008	0,1727	6,14	0,86	-0,02	0,82	0,93	2,73	0,27	0,0019776	6,15	0,44	0,0063
4º trim 2008	0,1737	6,18	1,31	-0,07	0,90	0,94	4,33	0,86	0,0012682	6,22	0,54	0,0017
1º trim 2009	0,1891	6,20	1,38	-0,02	0,94	0,92	4,72	0,39	0,0015452	6,21	0,48	0,0038
2º trim 2009	0,1731	6,16	1,21	-0,04	0,74	0,94	5,09	0,58	0,0023832	6,21	0,43	0,0085
3º trim 2009	0,1678	6,17	0,98	-0,04	0,65	0,94	4,40	0,61	0,0025594	6,20	0,42	0,0080
4º trim 2009	0,1591	6,19	2,00	-0,03	0,59	0,95	16,00	1,08	0,0021398	6,24	0,49	0,0101

Fonte: Elaborado pelos autores.

A observação da média aritmética de LIQ ao longo dos trimestres revela que houve crescimento médio do primeiro trimestre de 2000 até início de 2007. Nos anos 2008-2009 constata-se que houve redução média na liquidez, período que abrange o auge da crise de 2008. A mediana de LIQ aumentou nos trimestres de 2007, o que é coerente com a redução da liquidez média. Por sua vez, o comportamento do desvio-padrão no início de 2009 indica ter havido aumento na variabilidade em torno da média.

Já a média obtida para TAM, nos trimestres pesquisados, apresenta comportamento crescente, inclusive no período de crise. O desvio-padrão da variável TAM também aumentou ao longo da série devido ao aumento de observações com valores muito distantes da média.

Observa-se grande oscilação para FIN. O aumento da média em 2002 pode ser explicado pela desvalorização da taxa cambial, implicando aumento do endividamento para empresas que tinham empréstimo em moeda estrangeira. A variável ROA apresentou uma média negativa durante grande parte do período.

4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS PARA O PERÍODO 2000-2007

Foram estimados 2 (dois) modelos de regressão com dados em painel, um para a variável *dummy* de governança e outro para diferenciar os níveis – seus resultados encontram-se Na tabela 2. Mantidas as demais variáveis no modelo, a única variável a se alterar é R_{it} apresentada no modelo geral.

Com o intuito de aumentar a robustez dos modelos estimados, foram aplicados os passos:

- i) Ao analisar os resíduos gerados pela regressão, observou-se a presença de heterocedasticidade^{vi} e autocorrelação^{vii}, além da não normalidade;
- ii) Como forma de ajustar os resultados aos problemas de heterocedasticidade e autocorrelação foi utilizado o ajuste de *Huber-White ou Sandwich* (HUBER, 1967; WHITE, 1980) para estimar a matriz de covariância das estimativas dos parâmetros. Segundo Cameron e Trivedi (2010, p. 334), esse ajuste é adequado para dados em painel.

O **primeiro modelo** refere-se à *dummy* GC que admite os três níveis de governança. Os resultados encontram-se a seguir:

Tabela 2 – modelos de regressão com dados em painel corrigidos e estimados pela abordagem de efeitos fixos para o período 2000 – 2007

Variáveis Explicativas	1º Modelo com <i>Dummy</i> GC	2º Modelo com <i>Dummies</i> N1, N2 e NM
	Coeficiente / t	Coeficiente / t
INTERCEPTO	0,6967 (2,89)*	0,7028 (2,92)*
GC	0,1014 (4,27)*	

N1		0,1384 (5,13)*
N2		-0,1653 (-2,21)**
NM		0,1815 (4,82)*
ADR	0,3205 (5,26)*	0,3115 (4,75)*
TAM	0,1886 (10,65)*	0,1858 (10,64)*
FIN	0,0000 (0,86)	0,0000 (0,82)
ROA	-0,0003 (-0,34)	-0,0003 (-0,32)
VROA	0,0033 (1,67)***	0,0032 (1,66)***
TEMP	-0,2789 (-6,51)*	-0,2770 (-6,46)*
PLNEG	-0,0448 (-4,50)*	-0,0450 (-4,77)*
Estatística F	21,77*	19,34*

*, ** e *** coeficientes significantes a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

De acordo com a tabela anterior, a variável GC possui um efeito positivo na liquidez das ações de 0,1014, revelando um resultado coerente com a expectativa do trabalho, ou seja, que as empresas dos níveis de governança apresentam um nível de liquidez maior em relação às empresas do segmento tradicional. Esse resultado está de acordo com Martins, Silva e Nardi (2006), Camargos e Barbosa (2006) e Carvalho (2003), os quais observaram benefícios em termos de liquidez de ações para as empresas que aderiram aos níveis de governança.

Contudo, a variável ADR apresentou um coeficiente maior e também significativo em nível de 1%, implicando maior liquidez para as ações das empresas que possuem ADR.

O **segundo modelo** refere-se às *dummies* N1, N2 e NM. Os dois coeficientes das variáveis binárias N1 e NM são estatisticamente significantes a nível de 1% e positivos, ao contrário da variável N2, que apresentou um sinal negativo e significância estatística em nível de 5%. Observa-se ainda que o efeito adicional de liquidez das empresas do Novo Mercado (0,1815) é maior comparativamente às companhias do Nível 1, (0,1384). No que diz respeito à variável N2, as estimativas indicam que as ações das empresas do Nível 2 apresentam, em média, uma liquidez menor em 0,1653 em comparação às empresas do segmento tradicional. Esse resultado contraria a expectativa presente na hipótese 4 (quatro), que se resume na esperança de um impacto positivo da governança na liquidez das ações de maior magnitude para as empresas do N2 comparativamente às do N1. No entanto, os achados para NM e N1 se aproximam da expectativa presente na hipótese 4 (quatro). O coeficiente estimado para ADR mantém-se positivo e significativo, demonstrando um maior impacto no nível de liquidez em relação aos níveis de governança.

Uma explicação para as diferenças observadas entre as *dummies* de governança e a de ADR é que as empresas que possuem ADR devem se adequar aos rigorosos padrões da SEC, o que, por sua vez, exige práticas de governança. Um trabalho da KPMG (2009) explorou por meio de um *check-list* as diferenças de algumas práticas de governança entre empresas listadas nos níveis de governança da BM&FBOVESPA e empresas com ADRs. O resultado aponta para um maior atendimento dos itens pesquisados pelas empresas com ADRs. Portanto, mantendo tudo o mais constante, espera-se que tais diferenças impliquem alterações no grau de liquidez das ações, condizente com os resultados apresentados aqui.

De uma forma geral, o resultado observado para GC é coerente com outros trabalhos. No entanto, ressalta-se que a principal contribuição deste trabalho é a análise de liquidez entre os níveis de governança. Os resultados fornecem evidências de que as empresas do NM apresentam um maior nível de liquidez em relação às empresas do N1 conforme esperado, porém as empresas do N2 possuem uma liquidez menor em relação às demais. É este resultado que explica o coeficiente maior para N1 (segundo modelo) em relação à GC (primeiro modelo), pois na análise do agregado consideram-se as empresas do Nível 2.

4.3 ANÁLISE DOS RESULTADOS PARA O PERÍODO 2000-2009

Para investigar o efeito da crise financeira de 2008 sobre a relação das variáveis de estudo, foram considerados os anos de 2008 e 2009. Os mesmos procedimentos aplicados para o período 2000-2007 foram reaplicados. Com o objetivo de capturar o efeito da crise, foi criada uma *dummy* denominada “Crise” que recebeu 1 (um) para o período da crise e 0 (zero) caso contrário. Adicionalmente, foram criadas quatro variáveis interativas entre “Crise” e as variáveis de governança: GC (GCxCRISE), N1 (N1xCRISE), N2 (N2xCRISE) e NM (NMxCRISE), com o propósito de identificar se governança apresentou maior efeito na liquidez durante a crise

A seguir encontram-se os resultados para as variáveis de governança.

Tabela 3 – modelos de regressão com dados em painel corrigidos e estimados pela abordagem de efeitos fixos para o período 2000 – 2009.

Variáveis Explicativas	3º Modelo com <i>Dummy</i> GC	4º Modelo com <i>Dummies</i> N1, N2 e NM
	Coeficiente / t	Coeficiente / t
INTERCEPTO	0,6724 (3,13)*	0,6396 (2,97)*
GC	0,0071 (0,27)	
GCxCrise	-0,0560 (-3,11)*	
N1		0,0341 (1,08)
N1xCrise		-0,0774 (-2,69)*
N2		-0,1736 (-2,52)**
N2xCrise		-0,1128 (-3,39)*
NM		0,0338 (0,96)

NMxCrise		-0,0214 (-1,18)
ADR	0,9669 (4,24)*	0,9753 (4,22)*
REG	-0,3263 (-2,53)**	-0,3259 (-2,53)**
TAM	0,2156 (11,52)*	0,2148 (11,42)*
FIN	0,0001 (1,21)	0,0001 (1,22)
ROA	-0,0001 (-0,67)	-0,0001 (-0,64)
VROA	0,0043 (2,20)**	0,0042 (2,19)**
TEMP	-0,2882 (-8,08)*	-0,2819 (-7,90)*
PLNEG	-0,0682 (-8,26)*	-0,0679 (-8,47)*
Crise	0,0186 (1,20)	0,0173 (1,11)
Estatística F	22,53*	18,57*

*, ** e *** coeficientes significantes a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

O **terceiro modelo**, ao contrário do primeiro, não revela nenhum efeito adicional em termos de liquidez das ações, visto que a variável GC não foi significativa estatisticamente.

Observa-se ainda, no **quarto modelo**, que as variáveis N1 e NM deixaram de ser significantes estatisticamente. Esses resultados são contrários ao que foi observado quando da análise do período 2000-2007. A crise de 2008 pode ter influenciado a relação entre a variável dependente liquidez de ações e as independentes GC (terceiro modelo), N1 e NM (quarto modelo A)^{viii}. A queda no nível de liquidez do mercado de ações ocorreu devido a vários fatores, entre eles a saída de capital de investidores estrangeiros. Acredita-se que este e outros

fatores afetaram o nível de liquidez do mercado. Sendo assim, uma das variáveis que era importante para explicar o comportamento da liquidez das ações – *dummy* de governança – passou a não o ser. Contudo, o efeito da governança sobre a liquidez pode ter desaparecido apenas momentaneamente. Devemos esperar a diluição dos efeitos da crise para, então, verificar se foram ou não permanentes.

Por outro lado, a variável Nível 2 apresenta resultado coerente com o período 2000-2007, apesar de ser contrário à expectativa. Em outras palavras, as empresas do N2, no período pré-crise e durante a crise, possuem, em média, um nível de liquidez menor em relação às demais.

Para analisar o efeito dos níveis de governança durante a crise, pode-se observar as variáveis interativas. No caso da interação GCxCRISE, observa-se que o coeficiente estimado é negativo e significativo estatisticamente em 1%. Além disso, as variáveis N1xCrise, N2xCrise e NMxCrise apresentaram sinal negativo — apenas a última não foi significativa estatisticamente. Tais resultados indicam que, de fato, as empresas presentes nos níveis de governança, em períodos de crise, possuíam menor liquidez, ou seja, não apresentaram um prêmio de liquidez por seguirem regras diferenciadas de governança durante a crise.

Ressalta-se que a *dummy* de ADR foi significativa estatisticamente em todos os modelos analisados e apresentou um coeficiente estimado maior comparativamente ao período 2000-2007. Isso indica que a emissão de ADRs passou a ter maior impacto sobre o nível de liquidez. Uma das possíveis explicações para esse resultado ocorre em função do maior risco sistêmico no período de crise e, consequentemente, maior demanda pelos papéis de empresas que já estavam ajustadas aos rigorosos padrões e nível de *disclosure* exigidos pela SEC.

Portanto, os resultados obtidos para as variáveis N1 e NM não nos permitem concluir nada em relação às hipóteses H_1 e H_3 , uma vez que aquelas variáveis foram significantes estatisticamente no período 2000-2007, e não no período 2000-2009. A justificativa para essa mudança no relacionamento entre as variáveis deve-se ao efeito da crise de 2008. Contudo, para extraírem-se conclusões mais efetivas acerca do papel dos segmentos Nível 1 e Novo Mercado, é necessário mais estudos e ampliação do período de análise.

Por outro lado, a hipótese H_2 , de acordo com os resultados deste trabalho, pode ser rejeitada visto que o resultado é contrário à expectativa nos períodos com e sem crise. No entanto, deve-se ressaltar o baixo número de empresas do Nível 2 no período de estudo, conforme apêndice, lembrando que a amostra é composta por 521 empresas, ou seja, há uma

baixa representatividade das empresas deste nível. Considerando que as empresas do Nível 2 aplicam as mesmas regras do Nível 1, e outras adicionalmente, era esperado encontrar um nível de liquidez para as empresas do Nível 2, no mínimo, igual à liquidez das empresas do Nível 1, assumindo tudo o mais constante. Todavia, outros fatores associados às empresas — tais como setor de atuação, tamanho, histórico e idade, acompanhamento por analistas, e eventos específicos — podem explicar o resultado contrário.

Outra observação que merece destaque é o fato de ADR ter impacto na liquidez antes e durante a crise, o que não ocorre com N1 e NM, ou seja, estas variáveis deixam de ser relevantes na explicação do nível de liquidez enquanto aquela não. Com isso, assumindo que ADR, N1 e NM representam práticas de governança, pode-se dizer que as empresas brasileiras que se adaptam aos critérios exigidos pela SEC tendem a usufruir de maior nível de liquidez em função das práticas de governança, inclusive durante a crise de 2008, o que não ocorre para empresas listadas no N1 e NM. É importante ressaltar que quase a totalidade das empresas emissoras de ADR presentes na amostra pertence aos níveis II e III, os mais exigentes em termos de regulação pela SEC, e ainda estão sujeitas à SOX. Consequentemente, os padrões de governança corporativa que essas empresas devem seguir são naturalmente maiores, refletindo em maiores direitos dos investidores e maior transparência. Esses aspectos explicam o maior prêmio de liquidez de ações para a variável ADR em relação às variáveis N1 e NM.

Uma explicação para tal resultado pode ser dada pelas diferentes regras de governança que as empresas devem atender. Por exemplo, as empresas que possuem títulos no mercado norte-americano devem se adequar à Lei SOX, a qual, segundo Andrade e Rossetti (2006, p. 183), “promoveu ampla regulação na vida corporativa, fundamentada nas boas práticas de governança”. Além disso, destaca-se o papel de investidores institucionais com influência na governança.

Outro aspecto a ser considerado é o ambiente jurídico dos países. O Brasil é um país de sistema legal baseado no *code law* enquanto os Estados Unidos pertencem ao sistema da *common law*. Entre as diversas características diferenciadores dos dois sistemas, ressalta-se o baixo poder de *enforcement* devido a fatores institucionais, os quais se manifestam, principalmente, no Brasil. Em conformidade com La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1998), um sistema legal de elevado *enforcement* pode compensar a existência de regras fracas, desde que os órgãos jurisdicionais estejam ativos e possam proteger investidores. Este aspecto explica o grau de confiabilidade por parte dos investidores no monitoramento da

aplicação das regras de governança e no grau de proteção aos investidores, o que contribui para explicar a diferença dos coeficientes estimados para as *dummies* de governança e ADR.

Em resumo, as diferenças em termos de regras de governança e ambiente jurídico se refletem num prêmio de liquidez, que favorece as empresas emissoras de ADR em detrimento das demais.

A hipótese H_4 também pode ser rejeitada porquanto, apesar do coeficiente de NM ser maior que N1 para o período pré-crise, tal efeito não se repete para o período 2000-2009. Ademais, a variável N2 apresenta um coeficiente negativo nos dois períodos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A existência de divergências de interesses entre agente e principal é conclusão da Teoria da Agência. Com objetivo de alinhar esses interesses, há mecanismos para eliminar o risco de expropriação de riqueza dos acionistas não controladores como as práticas de governança.

Diversos estudos comprovam que a adesão aos níveis de governança está associada a diversos benefícios para as empresas, entre eles o aumento na liquidez das ações. O objetivo deste artigo consiste em analisar a relação entre a migração das empresas para os níveis de governança e a liquidez por meio de regressões em painel.

Com base nos resultados rejeita-se H_2 porque se observou que tanto para o período de 2000-2007 quanto para o período de 2000-2009 o coeficiente estimado para N2 é negativo. Por outro lado, os resultados obtidos para as variáveis N1 e NM não permitem concluir sobre as hipóteses H_1 e H_3 já que as variáveis foram significante estatisticamente no período 2000-2007 e apresentaram resultado contrário no período 2000-2009. Uma justificativa para a mudança no relacionamento desta variável com liquidez pode ser dado pelo efeito da crise de 2008. Para concluir sobre as variáveis N1 e NM, é necessário mais estudos e ampliação do período de análise. A hipótese H_4 também foi rejeitada em função dos resultados das hipóteses anteriores.

Os resultados não estão coerentes com os benefícios esperados para as empresas classificadas nos níveis de governança em comparação às empresas do segmento tradicional, especialmente para o N2.

Ademais, pode-se afirmar, de forma mais evidente, que as empresas com ADRs listadas obtêm maior benefício em termos de liquidez comparativamente às companhias dos níveis. Sabe-se que os critérios para listagem de ADR são mais exigentes do que aqueles admitidos pela BM&FBOVESPA para listagem nos níveis.

Além disso, há aspectos institucionais no mercado de ações brasileiro como a baixa proteção aos investidores que, ligados à alta concentração de propriedade e controle (OKIMURA *et al.*, 2004) remetem a desincentivos para investir. Contudo, este trabalho mostra que a sinalização por meio dos níveis de governança e emissão de ADR pode trazer alguns benefícios para as empresas, notadamente para aquelas que emitem ADR. Uma explicação para essas diferenças de liquidez de ações pode ser dada pelo ambiente legal e regulatório que apresenta algumas fraquezas em relação a outros mercados.

O trabalho tem como limitação o fato de não ter considerado outras variáveis que influenciam a liquidez das ações, por conseguinte os resultados dos modelos de regressão. Outra limitação é dada pela utilização de uma única *proxy* para liquidez de ações. Pesquisas como a de Amihud (2002) afirmam que liquidez é uma variável multidimensional a qual não pode ser captada por uma única medida. Por isso, pesquisas futuras podem investir no uso de variáveis *proxies* alternativas para liquidez. Podem-se, também, utilizar alguma métrica de governança para mensurar efetivamente as práticas de governança ao invés de usar variáveis categóricas. Um índice de governança que tratasse de aspectos de divulgação de informação e direitos dos acionistas poderia ajudar a explicar as diferenças de liquidez de ações para as empresas.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração – RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out./nov./dez. 2004.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 17, n. 2, p. 223-250, dez. 1986.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. The liquidity route to a lower cost of capital. **Journal of Applied Corporate Finance**, New York, v. 12, n. 4, p. 8-25, winter 2000.
- AMIHUD, Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects. **Journal of Financial Markets**, v. 5, n. 1, p. 31-56, 2002.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ASSAF NETO, A.; AMBROZINI, M. A.; LIMA, F. G. **Dividendos: teoria e prática**. Ribeirão Preto: Inside Books. 2007.
- ATTIG, N. et al. Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. **Journal of Banking and Finance**, v. 30, n. 10, p. 2875-2892, 2006.

BAUM, C. F. Residual diagnostics for cross-section time series regression models. **The Stata Journal**, v. 1, n. 1, p. 101-104, 2001.

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 27 fev. 2006.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 237-333, 2001.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Evidência empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics using stata**. Texas: Stata Press, 2010.

CARVALHO, A. G. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. **Bolsa de Valores de São Paulo**, 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/uspniveis.pdf>>. Acesso em: 23 abr. 2006.

CHAVEZ, G. A.; SILVA, A. C. Improved corporate governance: market reaction and liquidity implications. **Working Paper**. Disponível em <http://latienda.ie.edu/working_papers_economia/WP06-08.pdf>. Acesso em: 01 set. 2010.

CHEN, W. et al. Corporate governance and equity liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 4, p. 644-660, jul. 2007.

CHUNG, K. H.; ELDER, J.; KIM, J. Corporate governance and liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 2, p. 265-291, abr. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 5 mar. 2006.

DUMITRESCU, A. Corporate governance and market liquidity. **Social Science Research Network**, working papers series. Abril 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1343783>>. Acesso em: 01 set. 2010.

DRUKKER, D. M. Testing for serial correlation in linear panel-data models. **Stata Journal**, v. 3, n. 2, p. 168-177, 2003.

GOH, B. W.; NG, J.; YOUNG, K. O. Corporate governance and liquidity: an exploration of voluntary disclosure, analyst coverage and adverse selection as mediating mechanisms. In: ANNUAL MEETING AND CONFERENCE ON TEACHING AND LEARNING IN ACCOUNTING, 2009. **Anais Eletrônicos...** New York, 2009. Disponível em: <<http://aaahq.org/AM2009/abstract.cfm?submissionID=1489>>. Acesso em: 01 set. 2010.

HUBER, P. J. The behavior of maximum likelihood estimates under nonstandard conditions. In: BERKELEY SYMPOSIUM ON MATHEMATICAL STATISTICS AND PROBABILITY, 15., 1967, Berkeley, CA. **Anais...** Berkeley: University of California, v. 1, p. 221-233.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JENSEN, M.; MECKLING, W. H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, Summer 1994.

KPMG. **A governança corporativa e o mercado de capitais**: um panorama das corporações brasileiras na BMF&FBOVESPA e nas bolsas norte-americanas. Versão 2009-2010. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/aci/publicacoes/2009/Estudo_GC2009.pdf>. Acesso: 01 set. 2009.

KANAGARETNAM, K.; LOBO, G. J.; WHALEN, D. J. Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, n. 4, p. 497-522, 2007.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, out. 2000.

LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LIMA, R. A. et al. O bid-ask spread e a governança certificada: uma investigação no mercado de capitais brasileiro em 2006. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v. 4, n. 1, p. 101-125, 2011.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

OKIMURA, R. T., SILVEIRA, A. M., ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., Curitiba, 2004. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004. CD-ROM.

PINDYNCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Econometria**: modelos e previsões. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

SARLO NETO, A.; LOPES A. B.; LOSS, L. O impacto da regulamentação sobre a relação entre lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétrico e financeiro no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 26., Salvador, 2002. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002.

SCHADEWITZ, H. J.; BLEVINS, D. R. Major determinants of interim disclosures in an emerging market. **American Business Review**, v. 16, n. 1, p. 41-55, 1998.

SHLEIFER, A. VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002. Disponível em: <www.teses.usp.br>.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração – REAd**. ed. 61, v. 14, n. 3, set./dez. 2008.

VIEIRA, K. M.; CERETTA, P. S.; FONSECA, J. L. Influência da variação da liquidez na precificação de ativos: análise em painel do mercado brasileiro no período de janeiro de 2000 a junho de 2008. **Brazilian Business Review**, v. 8, n. 3, p. 41-65, jul./set. 2011.

VIEIRA, K. M.; MILACH, F. T. Liquidez/iliquidez no mercado brasileiro: comportamento no período 1995-2005 e suas relações com o retorno. **Revista Base**, v. 5, n. 1, p. 5-16, jan./abr. 2008.

WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, p. 817–830, 1980.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. Tradução: Rogério César de Souza e José Antônio Ferreira, São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

APÊNDICE

Tabela 4 – Número de empresas presentes nos Níveis de Governança Corporativa de 2000 a 2009.

Trimestres	N1	N2	NM
1º T. 2000	0	0	0
2º T. 2000	0	0	0
3º T. 2000	0	0	0
4º T. 2000	0	0	0
1º T. 2001	0	0	0
2º T. 2001	17	0	0
3º T. 2001	18	0	0
4º T. 2001	22	0	0
1º T. 2002	21	0	1
2º T. 2002	27	3	2

3º T. 2002	30	4	2
4º T. 2002	31	4	2
1º T. 2003	37	5	2
2º T. 2003	39	5	2
3º T. 2003	41	6	2
4º T. 2003	47	5	2
1º T. 2004	44	6	2
2º T. 2004	47	9	3
3º T. 2004	48	9	4
4º T. 2004	53	10	7
1º T. 2005	50	11	8
2º T. 2005	54	13	9
3º T. 2005	53	13	13
4º T. 2005	57	15	16
1º T. 2006	59	16	22
2º T. 2006	59	19	31
3º T. 2006	62	20	34
4º T. 2006	63	23	41
1º T. 2007	65	25	51
2º T. 2007	72	26	66
3º T. 2007	78	30	80
4º T. 2007	84	31	88
1º T. 2008	73	30	86
2º T. 2008	72	30	89
3º T. 2008	73	27	89
4º T. 2008	69	26	88
1º T. 2009	69	26	87
2º T. 2009	68	26	87
3º T. 2009	67	27	87

4º T. 2009	65	27	87
------------	----	----	----

Fonte: elaborado pelos autores

ⁱ Conforme divulgado nos seus respectivos *sites*: <www.bovespa.com.br> e <www.cvm.gov.br>.

ⁱⁱ Uma das motivações para estudar liquidez de ações deve-se ao estudo de Vieira, Ceretta e Fonseca (2011). Segundo os autores, “a influência da liquidez para o retorno dos ativos vem sendo amplamente pesquisada nos últimos anos, tanto do ponto de vista dos ativos individuais quanto do ponto de vista da liquidez de mercado”. Especificamente, esse referido trabalho contribui ao estudo sobre a liquidez no ponto de vista da influência da variação da liquidez na precificação das ações.

ⁱⁱⁱ Para mais detalhes ver Silveira (2004, p. 54).

^{iv} Calculada pela seguinte equação: $Liquidez\ em\ bolsa = 100 \times \left(\frac{p}{P} \right) \times \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}}$, onde: p = número de dias em que houve

pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n = número de negócios com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; e V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

^v *Bid-ask spread* corresponde à diferença entre o preços de compra e venda cotados no mercado no mesmo momento. A ideia é que quanto maior essa diferença, menor a liquidez de ações, pois fica mais difícil de um investidor realizar uma rápida rodada de negociação. Assim, uma medida natural de iliquidez de um determinado ativo é o próprio *spread* entre os preços de compra e venda também conhecida como *bid-ask-spread*.

^{vi} Foi calculada a estatística modificada de Wald para a heterocedasticidade na forma de grupos nos resíduos do modelo de regressão de efeitos fixos (Baum, 2001); H₀: resíduos homocedásticos, H₁: resíduos heterocedásticos.

^{vii} Foi realizado um teste que indica a presença de autocorrelação escrito por Drukker (2003). H₀: resíduos não autocorrelacionados, H₁: resíduos autocorrelacionados de ordem p.

^{viii} Em testes adicionais não reportados, observou-se que a variável “Crise”, quando considerada isoladamente ou em conjunto com as variáveis de governança corporativa, apresentou sinal negativo e significância estatística em nível de 1%, revelando ter influência no comportamento da variável liquidez das ações.